

学校编码：10384

学号：200442050

分类号_____密级_____

UDC _____

厦门大学

硕士学位论文

股权分置改革前后的投资者保护问题研究

A Study on the Investor Protection Before and After the
Equity Separation Reform

刘星

指导教师姓名：李子白教授

专业名称：金融学

论文提交日期：2007年4月

论文答辩时间：2007年5月

学位授予日期：2007年 月

答辩委员会主席：_____

评阅人：_____

2007年4月

厦门大学学位论文原创性声明

兹呈交的学位论文，是本人在导师指导下独立完成的研究成果。本人在论文写作中参考的其他个人或集体的研究成果，均在文中以明确方式标明。本人依法享有和承担由此论文产生的权利和责任。

声明人（签名）：

年 月 日

厦门大学博硕士

厦门大学学位论文著作权使用声明

本人完全了解厦门大学有关保留、使用学位论文的规定。厦门大学有权保留并向国家主管部门或其指定机构送交论文的纸质版和电子版，有权将学位论文用于非赢利目的的少量复制并允许论文进入学校图书馆被查阅，有权将学位论文的内容编入有关数据库进行检索，有权将学位论文的标题和摘要汇编出版。保密的学位论文在解密后适用本规定。

本学位论文属于

- 1、保密（ ），在 年解密后适用本授权书。
- 2、不保密（ ）

(请在以上相应括号内打“√”)

作者签名: 日期: 年 月 日

导师签名: 日期: 年 月 日

摘 要

股权分置改革是非流通股股东向流通股股东支付对价，获得流通权，消除流通股和非流通股之间的差异。非流通股实现流通后必然会导致股票的市场供给量增加，在理性预期下将导致流通股股价下跌，给流通股股东造成损失。因此，为了保护流通股股东的利益，非流通股股东必须向流通股股东支付对价。

本文从国外投资者保护理论出发，剖析了我国股权分置市场情况下的公众投资者权益受到了各方利益主体的侵害的种种表现，例如上市公司虚假陈述、大股东的利益输送、内幕交易、市场操纵、证券公司挪用客户资金等等。然后文章通过实证分析股改中的对价支付方式、流通股股东参与权和表决权、股改后的价格表现、股改修改方案、股东增持计划以及股改中的投资者关系管理，得出股改中流通股股东的权益得到了较好的保护，但是也出现了一些损害流通股股东合法权益的案例。文章最后一部分通过借鉴国外资本市场投资者保护的经验和做法，提出我国在制度建设、市场建设以及上市公司公司治理方面改善投资者保护的对策，例如明确证券监管目标，加强对内幕交易、市场操纵、信息披露和证券公司的监管；完善投资者的事前法律保护和事后法律救济机制；建立多层次的交易市场和多样化的交易方式，完善投资者结构和资本市场的风险分担机制；提高上市公司质量，完善公司治理结构，规范大股东行为，加强投资者关系管理，完善中小股东退出机制等等。

我国股权分置改革虽然已经基本完成了，但是投资者保护仍然任重道远。只有不断地完善投资者保护制度，才能更好地保护投资者的合法权益，促进资本市场健康发展。

关键词：股权分置改革；投资者保护

ABSTRACT

By giving consideration, the investor of non-negotiable shares can sell his shares in the market, so eliminating the difference between the negotiable and non-negotiable shares. Because the non-negotiable shares become negotiable, the supply in the market will increase, then we can anticipate that the price will decline and the first investor in the market will loss, so the non-negotiable shareholders have to give consideration to the negotiable shareholders to protect their rights.

This paper, based on the theory of foreign investor protection, analyzes the performances of the violation of the investors' rights at the assorted shareholder time, such as the listed companies' false statement, the major shareholders' benefit transportation, inside transaction, market operation and the security companies diverting the customers' fund and so on. From the analysis of the consideration, the voting rights at the shareholders' meeting, the price performance, the revision of the plan, the increasing shareholding plan of the non-negotiable shareholders and the investor relationship management during the reform, we can get that the investors' rights have been protected. But there are some cases reported by the media that some listed companies and non-negotiable shareholders violated the negotiable shareholders' rights. The last part of the paper, modelling the experience of investor protection from the foreign markets and our own lessons, puts forward the proposals to perfect the investor protection systems, including clearing the goal of supervision, strengthening the regulatory of the inside transaction, market operation and information disclosure; perfecting the law system of the investor protection before and after violating; establishing the multi-level markets and the various transaction way, perfecting the structure of the investors and the risk sharing system; improving the corporate governance and standardizing the performance of the major shareholders, strenghtening the investor relationship management and so on.

Although the innovation has almost been finished, there are still many things to do to protect the investors. Just be continuing perfecting the investor protection system, can we protect the investors' rights better than before and promote the development of the capital market.

Keywords: Equity Separation Reform; Investor Protection

目 录

导 论	1
一、研究的背景和目的	1
二、研究的思路和方法	1
三、本文的结构	2
第一章 投资者保护理论	4
第一节 投资者保护的内涵和目标	4
第二节 投资者保护的理论基础	5
一、契约理论	7
二、剩余索取权理论	7
三、法律论	8
第三节 投资者保护的意义	9
第二章 股权分置时代的投资者保护状况	- 11 -
第一节 股权分置的市场表现和主要弊端	- 11 -
一、股权分置的市场表现	- 11 -
二、股权分置的主要弊端	- 13 -
第二节 股权分置时代的投资者保护状况	- 15 -
一、大股东利益输送损害投资者利益	- 15 -
二、人为操纵市场，损害中小投资者利益	- 19 -
第三章 股权分置改革与投资者保护	- 21 -
第一节 股权分置改革中的投资者保护	- 21 -
一、知情权与司法救济	- 21 -
二、参与权与表决权	- 22 -
三、临时股东大会召集请求权以及监督、建议、质询权	- 23 -
四、股权持有与处置权	- 23 -
第二节 股权分置改革中投资者保护的分析	- 24 -
一、对价的支付方式分析	- 24 -
二、股改阶段的股价市场表现的分析	- 26 -
三、流通股股东表决权保护的分析	- 28 -
四、股改方案修改的分析	- 29 -
五、股改股东增持计划的分析	- 30 -
六、股改中的投资者关系管理	- 32 -
第四章 股权分置改革后投资者保护机制的完善	- 34 -

第一节 问题的提出	- 34 -
第二节 股权分置改革后的证券监管	- 36 -
一、IOSCO 确定的证券监管目标	- 36 -
二、股改后的证券监管	- 38 -
三、法律制度的完善	- 39 -
第三节 股权分置改革后的市场建设	- 41 -
一、建立多层次的交易市场和多样化的交易方式	- 41 -
二、促进机构投资者的发展，完善投资者结构	- 42 -
三、建立和完善资本市场风险分担机制	- 43 -
四、进行投资者教育，提高投资者的自保意识	- 44 -
第四节 股权分置改革后的公司治理	- 44 -
一、规范大股东与上市公司行为	- 44 -
二、加强投资者关系管理	- 45 -
三、完善中小股东的退出机制	- 47 -
 结 束 语	 - 49 -
 参考文献	 - 50 -
 后 记	 - 54 -

Contents

Introduction	1
Part 1 Researching Background and Purpose	1
Part 2 Researching Mentality and Methods	1
Part 3 Structure of the Paper	2
Chapter One : The Theory of the Investor Protection	4
1.1 The Contents and Target of the Investor Protection	4
1.2 The Basic Theory of the Investor Protection	5
Part 1 Contract Theory	7
Part 2 The Theory of the Surplus Demand Power	7
Part 3 Law Theory.....	8
1.3 The Significance of the Investor Protection	9
Chapter Two : the Investor Protection at the Equity Separation Times	11
1.1 The Market Performance and Main Negative Side of Equity Separation	11
Part 1 The Market Performance of Equity Separation	11
Part 2 The Main Negative Side of Equity Separation	13
1.2 The Investors' Protection During the Assorted Period	15
Part 1 The Benefit Transportation of the Major Shareholders.....	15
Part 2 Artificial Operation of the Market.....	19
Chapter Three : The Equity Separation Reform and the Investor	
Protection	21
1.1 The Investor Protection in the Equity Sseparation Reform	21
Part 1 The Right to Know and the Judicial Relief	21
Part 2 Participation Power and Right to Vote.....	22
Part 3 The Request Power of the Shareholders' Temporary Meeting and the	
Rights of Surveillance, Suggestion and Interpellation.....	23

Part 4	The Shareholders' Right to Have and to Handle	23
1.2	The Analysis of the Investor Protection in the Reform	24
Part 1	The Analysis of the Way of Price Payment	24
Part 2	The Analysis of the Market Performance of the Stocks During the Equity Seperation Reform	26
Part 3	The Analysis of the Protection of the Negotiable Shareholders' Right to Vote	28
Part 4	The Analysis of the Plan Revision During the Equity Seperation Reform	29
Part 5	The Analysis of the Plan of Increasing in Hold.....	30
Part 6	The Investor Relationship Management During the Equity Seperation Reform	32

Chapter Four : The Perfecting of the Investor Protection System After the Equity Seperation Reform 34

1.1	The Question Proposing.....	34
1.2	The Securities Regulation and the Investor Protection After the Reform.....	36
Part 1	The Security Supervision Goal Determined by IOSCO	36
Part 2	The Security Supervision After the Equity Seperation Reform	38
Part 3	The Perfection of the Law System	39
1.3	Tthe Market Construction of the Investor Protection After the Reform .	41
Part 1	The Establishment of the Multi-level Markets and the Various Exchange Way	41
Part 2	Promoting the Development of the Institutial Investor and Perfecting the Structure of Investors	42
Part 3	Establishing and Perfecting the Risk Sharing Mechanism.....	43
Part 4	Educating the Investors to Promote the Self-preservation Consciousness	44
1.4	The Corporate Governance After the Reform	44
Part 1	Standardizing the Behavior of the Listed Companies and the Major Shareholders.....	44

Part 2 Enhancing the Investor Relationship Management	45
Part 3 Consummation the Withdrawal Machanism of the Minor Shareholders.....	47
Conclusion.....	49
Reference	50
Postscript.....	54

厦门大学博硕

导 论

一、研究的背景和目的

为了妥善处理我国证券市场历史遗留下来的股权分置问题，消除其对证券市场发展造成的阻碍，2005 年 4 月 29 日，经国务院同意，中国证券监督管理委员会发布了《关于上市公司股权分置改革试点有关问题的通知》，股权分置改革正式启动。经过一年半的努力，截止 2006 年底，我国股权分置改革基本完成。股权分置改革也被称为“中国证券市场第二次革命”。

股权分置改革前，投资者尤其是公众投资者权益受到了多方利益主体的侵害，如大股东直接侵占上市公司资金、上市公司虚假陈述、虚假的财务报表、证券公司挪用投资者资金、基金黑幕等等。上市公司质量不高，公司治理不完善，大股东或控股股东和内部人侵害中小股东的利益。法律制度不完善，投资者权益被侵害后缺乏司法救助机制，很难获得及时的赔偿。在股权分置改革中，政府、监管部门一再强调保护投资者，尤其是公众投资者的合法权益，这说明监管部门已经将工作的重心转移到投资者保护，但是投资者保护工作是一项系统工程，需要相关方面不懈努力，包括监管机构、司法部门、上市公司、证券交易所等等。

文章通过分析各类数据资料，研究了股权分置改革前和股权分置改革中的投资者保护状况。通过对股权分置改革中的投资者保护研究，我们可以吸取改革中有利于投资者保护的各项制度和方法，为全流通时代的投资者保护提供实践经验。投资者权益得到很好的保护，能增强投资者信心，吸引更多的资金进入到资本市场，促进资本市场发展，提高抵御风险的能力，发挥资本市场融资和资源配置的功能。

二、研究的思路和方法

文章围绕股权分置改革前后投资者保护这一命题展开。首先从理论上寻找投资者保护的目的是意义，然后针对我国股票市场股权分置这一特殊背景，研究了股改前和股改中投资者保护存在的问题，并根据这些问题，提出在股改完成后，我国资本市场应该如何更好地保护投资者，尤其是中小投资者的利益，建立健全投资者保护机制。

本文采用的研究方法包括：（1）理论分析方法。本文从国外资本市场投资者保护的理论和实践出发，结合我国股权分置这一特殊背景，研究我国股票市场投资者保护问题。（2）规范分析法与实证分析法相结合。股权分置改革是为了解决我国股票市场“同股不同价、不同权、不同利、不同风险”的问题。本文利用规范分析法分析在这一过程中如何保护流通股股东的利益不受到股改的影响，以及利用实证分析法分析在股改的过程中流通股股东的利益是否得到了有效的保护。

（3）宏微观分析相结合的方法。投资者保护既是一个宏观的市场问题，也是关乎投资者个人自身利益的问题，因此，在研究投资者保护问题时，不仅要考虑股票市场整体投资者的利益保护，还要考虑到单个投资者利益受到侵害时要如何保护。

三、本文的结构

文章总共分为四章：

第一章：阐述了投资者保护的内涵和目标，指出投资者保护制度越完善，资本市场也就越成熟。国外投资者保护的理論发展经过了契约论、剩余索取权理论与法律论，而且理论的发展越来越突出投资者保护的重要性。

第二章：对我国股权分置市场表现和主要弊端做了阐述，针对股权分置情况下，对投资者保护的度做了分析，剖析了股权分置时代我国公众投资者的合法权益受到了各方利益主体的侵害的种种表现，例如大股东占用上市公司资金、上市公司虚假陈述和财务造假、利益输送、内幕交易、市场操纵等等。

第三章：主要是针对股权分置改革中投资者保护状况进行实证研究，也是本文的重点。文章从股改中的对价、流通股股东参与权和表决权、股改后的价格表现、股改修改方案、股东增持计划和股改中的投资者关系管理的实证研究，得出在总体上股改中投资者权益得到了较好的保护，但是也存在一些损害投资者利益的行为，如拉票、改票、低对价等等。

第四章：股权分置改革后投资者保护机制的完善。投资者保护是资本市场上一个永恒的话题，因此，即使股改完成后，投资者的权益仍然可能受到其他利益主体的侵害。文章通过借鉴国外经验，结合股权分置时代和股改中的经验教训，针对我国的实际情况，提出了在监管、法律、市场和公司治理方面完善投资者保护的建議。例如，明确证券监管目标，加强对内幕交易、市场操纵、信息披露和证券公司的监管；完善投资者的事前法律保护和事后法律救济机制；建立多层次

的交易市场和多样化的交易方式，完善投资者结构和资本市场的风险分担机制；提高上市公司质量，完善公司治理结构，规范大股东行为，加强投资者关系管理，完善中小股东退出机制等等。

第一章 投资者保护理论

第一节 投资者保护的内涵和目标

本文中所指的证券市场是指上市公司的股票发行和交易市场。投资者包括个人投资者和机构投资者，其中机构投资者主要由证券自营商、投资基金和养老金、保险公司等构成。我国目前股票市场交易的主体还是个人投资者，机构投资者则是我国证券市场发展中一股新兴势力，也是监管当局着力培养的市场力量。我国机构投资者由2000年的27.70万户发展到2005年的36.74万户。^[1]投资者参与证券市场的目的在于获取投资收益，无论哪一类型的投资者，无论投资者是注重资产本身的用途及盈利水平还是感兴趣于买卖资产获得的差价收益，都必须根据所掌握的信息进行选择，在既定风险水平下追求较高的投资收益或者在收益既定的条件下使风险最低，并承担由此选择带来的后果。选择是一个决策过程，而决策是以不断搜索信息为基础的，不但要收集上市公司的信息，还要收集有关国家宏观经济基本面等相关信息。所取得的信息的质量与数量决定了投资者决策的质量。因此，投资者的权益包括及时、准确地获得上市公司、政府监管部门及其他市场主体可能影响证券价格变化的各种信息的权利，平等地参与证券交易的权利。投资者权益（本文主要是指股东权（shareholder's rights）），广义上是指股东得以向公司主张的各种权利，而狭义的仅指股东基于股东资格而享有的、从公司获得经济利益并参与公司经营管理的权利。

按行使的目的分，股东权益可以分为自益权和共益权。自益权是股东以从公司获得经济利益为目的的权利，共益权是股东以参与公司经营为目的的权利。股东自益权包括股利分配请求权、剩余财产分配请求权、新股认购优先权、股份買取请求权；股东共益权包括表决权、代表诉讼提起权、股东大会召集请求权和自行召集权、提案权、质询权、股东大会决议撤销权等。它们的区别在于：自益权旨在确保股东个体利益，共益权旨在确保公司利益和股东全体利益；自益权主要与财产利益相关，共益权则主要与公司的治理利益相关；自益权均为单独股东权，而共益权则并非必然如此。

Degree papers are in the "[Xiamen University Electronic Theses and Dissertations Database](#)". Full texts are available in the following ways:

1. If your library is a CALIS member libraries, please log on <http://etd.calis.edu.cn/> and submit requests online, or consult the interlibrary loan department in your library.
2. For users of non-CALIS member libraries, please mail to etd@xmu.edu.cn for delivery details.

厦门大学博硕